

الافاق والمقومات الرئيسة لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية

حسن صبحي العباس*

الملخص

تشكل الأسواق المالية البنية الأساسية لأي نظام مالي في أية بلد وتساعد الأسواق بشكل أو بآخر على تنمية الاقتصاد الوطني في ظل ذلك تم اختيار موضوع البحث ليتأطر بإطار إيجاد السبل لإنشاء الهيكل العام لأي سوق مالي ودوره في التنمية الاقتصادية للبلد بالتركيز على الدول النامية التي ترغب بإلحاق التطورات الهيكلية للأسواق العالمية في ظل مستجدات العصر الحديث والعولمة والتي أثرت على آليات عمل المؤسسات المالية بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص ليتم التوصل الى المنهجية الملائمة لذلك بغية الوصول الى خلاصة البحث في إطار ثلاثة محاور هي الاهتمام بالأسواق المالية وتوفير الضمانات للتعامل وأخيراً إصلاح العملة في إطار الحفاظ على قيمتها.

□

□

Abstract

Financial markets are the essential structure of any financial system anywhere. They help in a way or another in developing the national economy. The present research is an attempt to find the approaches to establish the general frame of any financial market concentration an the developing countries which try to copy with rapid growth of the world markets under the effects of changes and globalization. The researcher tries to find out some conclusion inside the framework of developing the financial markets, providing the securities to deal with them, and reforming currency to keep its value.

المقدمة

انطلقت الأسواق المالية مع نظرية الاقتصادي الكبير (ادم سميث) في كتابه ثورة الامم وما صاحبها من تقسيم العمل والسوق الكبيرة وحجم الانتاج والتخصص فيه وما تلا ذلك من تطورات مالية كثيرة حتمت جميعها قيام الأسواق المالية التي هدفت الى تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني وضمان حماية مصالح صغار المستثمرين والحفاظ على مصلحة البلاد المالية، وكذلك فغن الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق سواء كان النقد من اذونات الخزانة وشهادات الايداع القابلة للتداول والأوراق التجارية او حتى الأوراق المتداولة في سوق رأس المال من أسهم عادية او ممتازة او السندات بانواعها فان هذه الأوراق جميعها يمكن تحويلها الى اموال نقدية بكل يسر وسهولة، ويتمثل مفهوم السوق المالية في أنها ملتقى ما بين المدخر والمستثمر سواء كان ذلك مباشرة في قاعة السوق او عبر الوسطاء وبوسائل الاتصال الحديثة لتصبح السوق اداة لانسياب المدخرات من المدخرين الى المستثمرين او بالاحرى لقاء المال الفائض بالتمويل العاجز او ربط المستهلك مالك الاموال بمنتجي السلع والخدمات، أي عرض المال والطلب عليه لتقدم السوق بذلك الخدمة المالية.

مشكلة البحث

ان إنشاء "بورصات" للأوراق المالية لاستثما اموال الافراد والمصارف وصناديق التأمين والادخار لتكون من أهم الاجهزة الادخارية والاستثمارية والتي ينطوي التعامل فيها على مجازفة وخطر كبيرين ليتفاقم هذا الخطر عند تحرير رؤوس الاموال الاجنبية المتعامل فيها والتي تعنى ضخ سيولة اجنبية في داخل "البورصة" وهي سيولة يتحدد دورها بناءً على ضوابط وأسس يفترض ان تحكم حركتها، فضلاً عن سنّ قوانين رادعة وعقوبات قاسية على المؤسسات المالية وبيوت السمسرة والوسطاء الذين يقومون بأي تلاعب او تحايل على المستثمرين، عليه فان اقامة سوق مالي في بلد ما وخاصة الدول النامية يستلزم مجموعة اسس لإنشاء سوق متكامل ولكن ذلك ليس بالشيء السهل لتصاغ مشكلة البحث وهي إمكانية بناء آلية مكتملة للسوق المالية في الدول النامية في مجال البورصة.

تم صياغة مجموعة اسئلة يمكن عدّها منطلقات البحث وهي:

١. هل يستوعب واقع الاقتصاد الكلي في الدول حديثة النشأة في التعامل بالادوات المالية الحديثة لقيام سوق لتداول الأوراق المالية وما هو حجم نمو المشروعات في بيئة الاقتصاد الجزئي وقدرتها على التفاعل مع اقتصاد السوق؟ ما هو شكل ملكية هذه المشروعات وحجم رؤوس اموال الشركات المساهمة إن وجدت؟ وهل بالامكان توسيع حقوق الملكية للشركات ذات القطاع الخاص (العائلي) او اندماج بعضها بالآخر؟ وماذا عن الخصخصة للمؤسسات الاقتصادية الانتاجية او الخدمية الحكومية؟ وهل من المناسب بيعها كلياً او جزئياً عن طريق طرح الاسهم للاكتتاب بين اوساط الجمهور او قطاع الاعمال من المستثمرين والافراد؟ وما هو مناخ الاستثمار الذي يسمح بقيام سوق للبورصة؟ وهل توجد المقومات والركائز الرئيسة لتنشئة سوق من هذا النوع؟

ان الاجابة على هذه الاسئلة الفرعية تقع في سياق الفرضية الاولى وهي اهمية السوق للأوراق المالية واختبار مدى توافر مقوماتها وشروطها وركائزها التي تسمح بقيامها في الظروف الراهنة كحاجة تلبي متطلبات التطور للاقتصاد الكلي وإعادة إصلاح هيكله الاساسية حتى يتمكن هذا الاقتصاد من تثبيت مسار تطوره بالاتجاه الحقيقي نحو التنمية الفاعلة وافتتاح السوق على الاقتصاد الخارجي والاستثمارات الاجنبية.

٢. كيف يمكن لنا تصميم آلية مؤسسية وبنائها للسوق المالية في مجال البورصة؟ وهل نستطيع إدخال اسلوب الهندسة المالية الحديثة وطرائقها في إدارة هذه الآلية على اسس تقنية وتكنولوجية مناظرة لأسواق المال العربية والعالمية؟ هذه الفرضية الثانية من الدراسة تتطلب اختبار المكون المؤسسي التخطيطي والتكنيكي والاداري من ناحية، والمكون التكنولوجي في تسيير أنشطة ومهام السوق المالية على قاعدة من الافتراض حول إمكانية التحول الى مراكز رئيسة للخدمات المالية وبذور حقيقية للجذب الاستثماري.

٣. اذا ما تم بالفعل انشاء وتكوين سوق للأوراق المالية في أية بلد ترى ما هي تحديات المستقبل على صعيد علاقة هذا السوق بأسواق البورصات العربية والعالمية؟ وهل من المفيد ان تتبنى الدولة استراتيجيات للربط الاقليمي وتفاعل السوق المالية بظاهرة عولمة قطاع المال والمصارف والاستثمارات الاجنبية؟ تلك هي الفرضية الثالثة - عن موجبات التفاعل واتجاهات مستقبل آلية سوق المال على الصعيد المحلي والاقليمي

والدولي المرتبط بمجال الاستثمار الاجنبي في خيارات استراتيجية واضحة بالاستناد على التحليل المالي في تقييم اعمال الأسواق المالية.

هدف البحث

تكوين رؤية علمية وبلورة إطار متكامل من التصورات النظرية عن إمكانية تصميم آلية للسوق المالية المنظمة وتنشئة بورصة للاسهام والسندات، منطلقين من ان هذه السوق هي بمثابة وسيلة فعالة للجذب الاستثماري وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلبي احتياجات قطاع الاعمال والمستثمرين في اقامة المشروعات الاقتصادية والشركات المساهمة وتوفير بدائل للإقراض غير المصرفي ولآجال طويلة الامد، وهذا بالفعل ما يحتاجه القطاع الخاص للمشاركة في مجال التنمية وبناء الاقتصاد الوطني وتوسيع قاعدة الملكية وحقوق الافراد المساهمين في المجتمع وعلى هذا الاساس تهدف الدراسة الى تصميم بنية هذه الآلية من جوانب مؤسسية وتكنيكية وتكنولوجية مترابطة وتحويلها الى واقع ملموس.

منهج الدراسة وإجراءات البحث

استند البحث على المناهج وطرائق البحث العلمي الآتية:

المنهج الوصفي والتحليلي:

وصف المقومات الرئيسة واستعراضها التي تتركز عليها آلية سوق تداول الأوراق المالية وتحليل المكونات البيئية للاقتصاد الكلي والعوامل المساعدة على الاستثمار وقيام البورصة.

المنهج التركيبي:

تصميم آلية البورصة وتركيبها المؤسسي مع تحديد طرائق إدارتها بالاعتماد على اساليب الهندسة التقنية للادارة المالية الحديثة والنظم التكنولوجية للمعلومات المحاسبية والمالية وتخطيط هياكل البنية التنظيمية.

أولاً: مكونات السوق المالي

يتكون السوق من ثلاث آليات (Mechanism) متميزة ولكنها مترابطة ووثيقة ببعضها البعض إذ ان لكل آلية من تلك الأسواق وافرعا الداخلية سماتها وخصائصها وادواتها في السياسات الاستثمارية.

اول هذه الأسواق هي آلية السوق النقدية (Money Market) وتشمل خدمات المصارف ونظم الادخار وتسوية الائتمان والمدفوعات وتبادل العملات والصرف الاجنبي. وثانيهما آلية سوق رؤوس الاموال (Capital Market) ويشمل ذلك توظيف الاستثمارات والتمويل الاستثماري للمشروعات في مختلف قطاعات الاقتصاد والتنمية. وثالثهما آلية سوق الأوراق المالية للاسهم والسندات (Stock Market) او ما يمكن تسميتها بآلية البورصة، وتنقسم هذه الاخيرة الى:

السوق الأولية:

ان تمارس فيها مؤسسات متخصصة دوراً تعرض فيه للجمهور أوراقاً مالية أي الاكتتاب بالاسهم والسندات والتي يتم اصدارها لحساب منشآت الاعمال كالشركات المساهمة او جهة حكومية مثل اصدارات اذونات الخزانة وسندات الدين العام والسندات الخاصة.

السوق الثانوي:

وهي سوق تداول الاصدارات أي بيع الأوراق المالية وشراؤها في مقصورة البورصة وذلك عبر اجهزة الوساطة العالمية (بنكيات الاستثمار Banker) او الوكلاء المتخصصين في الوساطة بين المستثمرين والمدخرين وسوق البورصة، فضلاً عن ممارسة مهنة السمسرة والمضاربات بالاموال (Speculation) وهؤلاء جميعاً يطلق عليهم صناع السوق (Market Makers).

السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث من السوق غير المنظم والذي يتكون من بيوت السمسرة من غير اعضاء الأسواق المنظمة وتمثل هذه البيوت في واقع الأمر أسواقاً مستمرة وعلى استمرار

دائم لشراء الأوراق المالية او بيعها وبأية كمية مهما كبر حجمها او صغر، أما جمهور المتعاملين في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من حيث رؤوس الاموال فضلاً عن بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلون في السوق المنظمة.

السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الاغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية اضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة.

يعد التوجه في السياسة الاقتصادية للدولة نحو خلق آلية سوق الأوراق المالية او (البورصة) خطوة مهمة من الخطوات الايجابية في مجال الاصلاح الهيكلي والتثبيت الاقتصادي لمسار الاقتصاد الكلي المعاصر والحقيقة ان موضوع انشاء البناء الميكانيزمي وتشبيده الخاص بهذا النوع من افرع السوق المالية المنظمة يتطلب توافر مقومات رئيسية مهمة في البيئة المحلية للاستثمار الوطني والاجنبي تشمل الاطار التشريعي والقانوني والاطر المؤسسية الادارية والفنية واستكمال بناء الهياكل والمرتكزات في البنى التحتية للاقتصاد الوطني ورفع المستوى الاستثماري والادخاري للجمهور العام في المجتمع (اتحاد المصارف العربية، لبنان، ص ٢٢، ١٩٨٨).

ثانياً: مفهوم آلية السوق المالية للبورصة

السوق المالية للبورصة هي آلية للتوسط بين قطاع الادخار المحلي والاستثمار الوطني والاجنبي وعملية التمويل الاستثماري او اعادة ضخ الاستثمارات في البنية التمويلية للمشروعات توفير حاجاتها من الاموال الكافية لاعادة توسيع الانتاج وتجديد حركته المتنامية على مستوى اقتصاد السوق، وهكذا توصف البورصة عادة بأنها (الميكانيزم الاصطناعي المنظم الذي يربط بين قطاعي الادخار والاستثمار واعادة تمويل الاستثمار لآجال متوسطة وطويلة الامد عن طريق اجهزة متخصصة (الوسطاء الماليين Bankers or Brokers) ومهمتها تسويق منتجات مالية قابلة للتداول مثل الاسهم والسندات وعقود مالية وتجارية وسلعية متنوعة في مجال البيع والشراء (www.Alriadh-np.com)).

وسوق الأوراق المالية هي الآلية التي تنساب من خلالها الرساميل وتوظيفها في مجال الاستثمار وتعكس مدى درجة تطور الاقتصاد الكلي وحركة نموه في مختلف قطاعات الانتاج والخدمات والتنمية، وبالنظر الى هذا المفهوم يجب الإشارة الى ان موضوع انشاء وتطوير سوق للأوراق المالية له اهمية كبيرة في ظل رغبة الدول نحو تعميق الانفتاح على اقتصاد السوق (Market Economy) ، وبالتالي فان هذا المطلب في برنامج اصلاح الهيكلية يحظى باولوية خاصة في جهود الدول ورغبة القطاع الخاص في تحسين انشطته الانتاجية والخدمية على مستوى الاقتصاد الكلي، كذلك توجد هناك الكثير من الاسباب والدوافع التي تتطلب انشاء سوق (البورصة) في اية بلد واهمها ما يأتي: (الجابري ، ١٩٩٥ ، ٥٦-٥٩)

١. مع تنامي دور وانشطة القطاع الخاص في الاعوام المقبلة (٢٠٠٠-٢٠١٠) وهي فترة العقد الاول من التنمية للقرن الحادي والعشرين سوف تتنامى الحاجة الى التمويل الاستثماري وبخاصة نمو المشروعات المتوسطة والكبيرة سواء في قطاع الصناعة او الانشاءات والاعمار للبنية التحتية وهاكلها الاساسية او في قطاع الاقتصاديات الخدمية كالتجارة والسياحة والنقل والمواصلات وغيرها. ومع انحسار النشاط الاقتصادي الحكومي تحت عامل الخصخصة (Privatization) وتهيج السياسات الاقراضية والمصرفية الحكومية في تضيق قرض الاقراض التمويلي للقطاع الخاص فإن وجود مثل هذا السوق سوف يشكل مصدراً اساسياً لتمويل منشآت ومشروعات هذا القطاع الراغب في عملية التوسع من مصادر وينابيع تمويلية تنصب مدخراتها في آلية سوق الأوراق المالية ، ومن هنا تبرز الحاجة الى سوق الاصدارات من الدرجة الاولى والدرجة الثانية لتداول الأوراق المالية (الاسهم وسندات الدين العام والخاص) بهدف ايجاد قدرات وطاقت تمويلية كافية لأجال طويلة الى جانب القطاع المصرفي في سد (الفجوة التمويلية) والتي سيحتاجها القطاع الخاص على مدى الحقبة التنموية القادمة.

٢. بما ان الدول ترغب في التخلي عن نموذج القطاع العام بالمؤسسات الصناعية وبعض الهيئات الخدمية الحكومية في مجال النقل والمواصلات والاتصالات السلكية واللاسلكية ومنشآت اقتصادية وحكومية أخرى ذلك بعدها اقل كفاءة وتسعى نحو خصخصتها او تحويلها الى شركات خاصة او مساهمة في ظل برنامج اصلاح الاقتصادي الهيكلي فان وجود سوق للأوراق المالية يفسح المجال امام نجاح الخصخصة وسوف ينعكس مثل هذا التوجه في المستقبل القريب على إمكانيات تخصيصية في تحديد نوع وهوية شركات

مساهمة ومدى تنامي اشكال الملكية والمشاركة في حجم رؤوس الاموال الخاصة والانتاجية والجودة وتوزيع الربحية والعائد الاستثماري للمساهمين بعيداً عن أية معوقات اقتراضية للقطاع الخاص وتخليصه من اعباء وقيود الاقتراض لأجل قصيرة.

٣. ان قيام سوق مالية (للبورصة) يشكل عنصر جذب للمدخرات الوطنية المحلية وجذب رؤوس الاموال للمهاجرين في الخارج ويرفع من حجم الادخار المحلي قياساً الى الناتج الوطني المحلي والاجمال، وتدل المؤشرات الاحصائية انه منذ تخليق النواة الاولى لسوق الاصدارات الممثلة باذن الخزانة وهي السوق من (الدرجة الاولى P. M) عن ارتفاع معدل الادخار الكلي والتي لها دلالتها في إمكانية تنامي هذا المؤشر بصفة ديناميكية مضاعفة خلال السنوات المقبلة وبخاصة في حالة نشوء السوق المالية للبورصة (من الدرجة الثانية M. S).

وانطلاقاً من هذه الدرافع الرئيسية فان انشاء الية متكاملة للسوق المالية المنظمة في مجال (البورصة) تمثل اهمية كبيرة للاقتصاد المعاصر في المرحلة الراهنة والسنوات المقبلة من اجل اطلاق الفرص الاستثمارية المتنوعة وتحقيق قدر من التوازن الاقتصادي المطلوب في مجال التراكم والاستهلاك والانتاج والتوزيع المستديم للاقتصاد الكلي.

ثالثاً: تحليل وقياس مدى فاعلية الجهاز المصرفي في تدعيم قيام السوق المالية للبورصة

هناك علاقة قوة تربط بين النظام المصرفي وتنمية سوق تداول الأوراق المالية، وهذا الترابط ينبع اساساً من التداخل واتساق العلاقة القائمة ما بين أسواق النقد (Mony Market) وأسواق رأس المال (Capital Market). ومن هنا فاننا نعد ان جهاز النظام المصرفي متمثلاً بالبنك المركزي والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي ويمكن ان تصبح احدى الدعامات الرئيسية في قيام سوق لتداول الأوراق المالية، وبالقدر الذي سوف يتنامى دور الاجهزة المصرفية مع قيام سوق الأوراق المالية الا ان المصرف يصعب ان تقوم وحدها بدور وكلاء الاستثمار بصفة كلية بل ستشاركها اجهزة الوساطة المالية التمويلية في نشاط النوعين من تلك الاجهزة المعروفة، إذ نرى المصارف ربما تفسح المجال بشكل أكبر للأدوار الحقيقية التي يمكن ان تلعبها اجهزة التوسيطات المالية مع قيام ونشوء السوق المرتقبة، ومن امثلة هذه الادوار الحقيقية التي يمكن ان تلعبها وتتعاظم في المستقبل هو انفراد شركات الوساطة المالية بدور

التوسط (Inter Mediation) في العملية الاستثمارية بين المقرضين والمقترضين او بمعنى آخر إذا جاز التعبير بين عرض الاموال المدخرة والطلب التمويلي عليها من منشآت قطاع الاعمال (الفردية او الخاصة) (www.marketing.com).

ومن جهة أخرى إذا اردنا ان نوضح الصفة التي تخلق التمايز بين دور كل من الاجهزة المصرفية واجهزة الوساطة المالية فإنه ينبغي ان ندرك بعض من الفروق الدقيقة في البيئة الجغرافية الوظيفية والتكنيكية التي تتميز بها عادة سوق البورصة، إذ إن بواسطة هذه الالية تتحدد الادوار الفعلية لكل من المصارف التي تقوم بالاقرض التمويل لآجال قصيرة او شبه متوسطة الأجل من ناحية، والشركات التي تمارس دور الوساطة التمويلية لآجال طويلة الأمد من الناحية الأخرى، وهنا لا يمكن لنا توضيح مثل هذا الدور والعلاقة المتبادلة التأثير بين قطبي تلك الاجهزة أو المؤسسات المالية إلا من خلال فهم واستيعاب حركة آلية سوق البورصة ووظائفها التكنيكية الآتية: (الليثي، ١٩٩٨، ٣٤-٣٦)

١. الوظيفة التجميعية Aggregation of Capital Flow

يقصد بالوظيفة التكنيكية الأولى تجميع المدخرات من الجمهور الأفراد أو من المنظمات الاقتصادية بحيث تكون هناك وسائل الاكتتاب بالاسهم او السندات المالية ليحتفظوا بمدخراتهم على شكل أوراق مالية قابلة للبيع أو الشراء على وفق العرض والطلب وتختلف هذه المهمة في الدور الذي تلعبه شركات الوساطة المالية عند تجميع المدخرات عن الودائع الادخارية للمصارف التجارية إذ تعمل كل من هذه الاجهزة في سوق متميزة عن الأخرى ويكن في الوقت نفسه بإمكان البنوك التجارية أو بنوك التخصص، وكذلك شركات التأمين والمؤسسات الادخارية الأخرى المشاركة بهذه الوظيفة من أجل تهيئة فرص النجاح عند استخدام الوظيفة التكنيكية الثانية.

ب. الوظيفة التوزيعية التمويل الاستثماري لمنشآت قطاع الأعمال

Distributive Function for Investment Financing of Private Sector

في سياق الوظيفة التكنيكية الثانية وهي تمويل قطاع الاعمال بالنسبة لخصائص اجهزة ومؤسسات سوق المال هي ليست خصائص الجهاز المصرفي نفسه التي تمنح مؤسساته الانتمائية القروض البنكية لأجل قصير أو مدد زمنية محدودة أو سوق رأس المال (Capital Market) فإنه عبارة عن مساحة وعائية أوسع تستوعب استثمارات

مباشرة ذات مدد زمنية أطول (عشر سنوات أو أكثر) وهي أقل مخاطر بالمقارنة مع مدخرات المصارف من (الودائع الثابتة) التي لا يمكن للجهاز المصرفي ان يخاطر بتوظيفها في مجال التمويل الاستثماري لأمد زمنية أطول.

عليه سوف يحتاج قطاع الاعمال الى التمويل من خلال اجهزة متخصصة للوساطة تقوم بمهام اعادة ضخ الاستثمارات عبر شكلين اساسيين:

الشكل الأول:

ان يتم تكوين رأس مال إضافي مساهم الى جانب رأس المال التأسيسي للشركات، وهذا ما يسمح بتوسيع قاعدة الملكية وبتطوير حجم ونوع المشروعات وتنطلق هذه الخطوة بطرح فرص المساهمة عن طريق الاكتتاب بالأسهم إذ تجذب اموال المدخرين إما بشكل أسهم ممتازة تعطي الحق في أصوات متعددة (Shares of Voting Right) أو أسهم رأس المال (Capital Shares) أو أسهم التأسيس المعروفة (Participating Founders) فضلاً عن الأسهم العادية والمضمونة الأخرى المتداولة في السوق الاسهمية (Shares of Stock Exchange) كذلك يمكن شراء أو بيع ادوات مالية مبتكرة مثل (ادوات الدين العام او الدين الخاص) في سوق السندات والتي تتضمن صفة التوريق (Securitization) ذات الدرجة المتقدمة مثل: سندات الدخل (Income Bonds) التي تلبي احتياجات المدخرين والمستثمرين في المصارف الاسلامية، وسندات الخزينة الحكومية (Treasury Bond) وسندات الكريون (Coupon Bonds) أو سندات معدل الفائدة المتحركة (Floating Rate Bonds) للصناديق الاستثمارية (المفتوحة والمغلقة)، فضلاً عن أذونات الخزانة (Treasury Bills) والأوراق المالية الحكومية (Government Securities) والسندات لحاملها (Bearer Bills) وعدد آخر من الأوراق المالية المعروفة كالسندات الادخارية (Saving Bonds) وشهادات الايداع القابلة للتداول (of Deposit Negotiable Certificates) والأوراق التجارية (P. C.) مثل الكمبيالات المصرفية وغيرها.

الشكل الثاني:

يمكن لقطاع الاعمال المستثمرين (المشروعات، الشركات) الحصول على اموال إضافية للاستثمارات ذات الأجل الطويل إما عن طريق الاقتراض من مؤسسات تمويلية كصناديق الاستثمار أو المصارف المتخصصة وشركات التأمين أو عن طريق الشركات المالية المتخصصة في تمويل المشروعات القائمة أو الجديدة من ناحية، كما يمكن للحكومة الاقتراض عبر إصدار (صكوك المديونية) للسندات العامة أو سندات الدين العام الحكومي من ناحية أخرى حتى تتمكن من تغطية احتياجاتها التمويلية. وهكذا نلاحظ ان الفضاء الجغرافي للسوق المالية ذو ابعاد واسعة من خلال تلك الوظائف التقنية والتي تكشف عن الدول المتميز للاجهزة المالية الوسيطة في عمليات السوق المعروفة "بالبورصة" كما نستنتج أيضاً من هذا وذاك بأنه عند تنشئة شوق لأوراق المالية سيتطلب الأمر تهيئة الظروف المناخية الأخرى مثل: تطوير البنى المؤسسية والقانونية والهيكلية لاقتصاد السوق المالية المرتقبة في ذلك البلد.

رابعاً: المقومات الاقتصادية للسوق المالية

يقصد بالدعائم أو المقومات الاقتصادية المساندة لتأسيس السوق المالية المنظمة (البورصة) مدى تطور القاعدة الهيكلية وتنامي حجم الموارد الانتاجية (الصناعة، الزراعة، النفط... الخ) وارتقاء نوعية الخدمات والتجارة التي تعكس واقع الاقتصاد الكلي من ناحية، ومقومات مناخ سياسات الاستثمار وحماية حقوق الملكية للمستثمرين (القطاع العام والقطاع الخاص والمشارك المحلي والاجنبي) وهذه الأسس هي عبارة عن مقومات الاقتصاد المعاصر الذي يخضع إلى إعادة التنظيم من خلال اصلاح الهيكلية المتجدد في علاقاته التشابكية الامامية والخلفية مع اقتصاد السوق (Economy of Open Market O. M.) ، وهذا يتطلب سلسلة من الاصلاحات الاقتصادية والهيكلية. فان تشييد أول آليات التنمية سوف يحتاج الى مرحلة زمنية قد تطول أو تقصر على وفق السياسات الاقتصادية الجديدة والجهود التي تبذلها الدولة والمجتمع ، إحدى هذه الاوليات هو بناء السوق المالية المنظمة والتي تعبر من القنوات الرئيسة لاستيعاب حركة الرساميل المتدفقة وإعادة ضخ الاموال باشكال مختلفة للتمويل

الاستثماري وتوجيهها لصالح التنمية الشاملة والمستدامة (دورة في مركز التدريب، ٢٠٠٢).

ان الاصلاح الاقتصادي الهيكلي هو مدخل اساسي من اجل خلق وتنشئة سوق الأوراق المالية ، ومن ثم تسنيد المقومات الاقتصادية لا يزال بحاجة الى تعميق مجرى الاصلاحات في ميادين متعددة وأهم من ذلك كله هو تهيئة مناخ الاستثمار الذي يكاد يكون من اهم السياسات الحكومية في مجال اعادة بناء الاقتصاد الكلي.

ومن هذا المفهوم العام فان متطلب الامر حول تهيئة مناخ الاستثمار لا يتوقف عند حدود ما تصدره الدولة من تشريعات وقوانين او أنظمة متعلقة بتشجيع الاستثمار للرأسمال الوطني المحلي وتضييق الرأسمال الاجنبي الوافد، وانما يتعدى ذلك الى تحقيق شروط المعادلة الاقتصادية الحقيقية التي يكون فيها (الادخار = الاستثمار) قياساً الى مجمل الناتج المحلي وهذه المسألة لا تزال في الواقع متأثرة سلباً بمحدودية وقدرة الاقتصاد على الادخار والاستثمار في مثل هذه الظروف الاقتصادية، لذلك فانه من اجل تدعيم المقومات الاقتصادية وإيجاد مناخ أفضل نحو بناء سوق مالية للبورصة يتوجب الأمر تشديد فاعلية السياسات الاجرائية في اطار الاصلاحات الاقتصادية بالاتجاهات الآتية: (دورة في مركز التدريب الاعلامي، ٢٠٠٢)

١. اعادة صياغة نماذج السياسات المالية من اجل مواجهة مظاهر التضخم النقدي والتضخم المتسارع للأسعار في الاقتصاد الكلي.
٢. تنميط سياسات المداخل والأجور ومواجهة مظاهر البطالة والتشغيل الكامل للطاقات الانتاجية مع الاستغلال الامثل للموارد والثروات الوطنية.
٣. ترشيد السياسات الضريبية وايجاد عدالة ضريبية محفزة للنمو الاقتصادي والاستثماري.
٤. تدعيم قدرات القطاع الحكومي لمؤسسات ومشروعات الدولة الاقتصادية والهيئات العامة الخدمية.
٥. تهيئة مناخ الاستثمار للقطاع الخاص المحلي والرأسمالي الاجنبي في إقامة المشروعات الصناعية المتوسطة الخفيفة والتوجه نحو الشراكة الاستثمارية بين الرأسمال الوطني العربي والدولي مع تضييق هذا النوع من الاستثمارات بمزايا الجباية الضريبية (Fiscal Paradise).

٦. اعادة هندسة السياسات النقدية في البيئة المصرفية وتحرير انظمة المعاملات بالرف الاجنبي وادخال النماذج المتقدمة للهندسة التكنولوجية على مستوى نظام المدفوعات وعمليات التسويات والمقاصة الالكترونية ما بين البنوك (Inter – Bank Market).
٧. تطوير ادوات الدين العام (اذونات الخزنة، سندات الخزينة، المستندات الادخارية القابلة للتداول) واخضاعها لشروط التداول في مجال البورصة.
٨. الاهتمام بالتسويق المصرفي والترويج للمنتجات المالية المبتكرة وتشجيع المصارف على الاستثمار بالاسهم الممتازة محلياً أو السندات الدولية المتداولة في الأسواق المالية العالمية (كسوق لندن للسندات ونيويورك وباريس وسويسرا...) بهدف الانفتاح على أسواق البورصات في العالم.

ان الاصلاحات الهيكلية للاقتصاد الكلي يتوجب ان تحقق في جزء من اهدافها توفير المقومات الاقتصادية أي اعادة بناء وتطوير القاعدة الهيكلية للاقتصاد الوطني، ومثل هذه القاعدة تعد شرطاً ضرورياً في بناء السوق المالية وخدماتها الرئيسة فالسوق العالمية لا يمكن ان تنجح في ظل نقص وتخلف الهياكل والبنى الاساسية من خدمات ومزايا يتطلبها الاستثمار الوطني او الاجنبي إذ ان بناء المشروعات الصناعية يحتاج الى البنى الاساسية (كالطرق والنقل والمواصلات والطاقة والمياه... الخ) وهذا الاحتياج لابد من ان يكون متوافراً بالكم والكيف الذي يمكن ان يساعد المستثمرين على تنفيذ مشروعاتهم الاقتصادية وأي تقصير يلزم خدمات البنى الاساسية سيكون له أثراً واضح على إعاقة تقدم او نجاح المشروعات وعلى زيادة تكاليفها ومن ثم ضعف المردود الاستثماري، ولكي يعالج هذا الامر المتعلق في إقامة المراكز الاقتصادية للسوق المالية نرى ضرورة ان تنتهج السياسات الاقتصادية لمناخ الاستثمار المسائل الآتية: (احمد، ٢٠٠١، ٣)

١- تصفية العوامل الطارئة للاستثمار

تسنيده مناخ الاستقرار السياسي والاجتماعي وتحسينه وحل المشكلات الاقتصادية التمويلية وتدعيم البنية التشريعية عن طريق توفير قوانين تشجيع الاستثمار والقضاء على الروتين وصعوبة التعامل مع هيئات الدولة المشرفة على تراخيص ونظم استثمار المشروعات اطلاق فرص الاستثمار الوطني باتجاه اقامة مشروعات الصناعات المتنامية (Growth Industries)، وهي تلك الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرد وتحقيق

موارد مائية لصالح الاقتصاد الكلي مثل (صناعة الادوية، التركيبات الهندسية للسلع المعمرة، البتروكيمياويات... الخ) ويمكن ان تعزز مثل هذه الفرص عن طريق الشراكة الاستثمارية مع رأس المال الاجنبي. اذ ان تشديد فاعلية ودور البنك المركزي في التثبيت (للمعملة الوطنية) واستقرار اسعار الصرف وتخفيض اسعار الفائدة على التسهيلات الائتمانية التي تقدمها المصارف التجارية والمتخصصة، ومواجهة مظاهر الفساد الاداري (الرشوة والعمولات) وتحقيق قدر من الاستقرار الامني في حماية ممتلكات المؤسسات والمشروعات وسلامة الافراد والمواطنين من المخاطر المختلفة مع تعزيز ثقتهم بالنظام والدولة.

ب- التخطيط والتنمية المتوازنة للاستثمار واقامة هيكل البنية التحتية

توفير برنامج استثماري او خطة حكومية بمشاركة القطاع الخاص تسهم في اقامة مشروعات البنية الاساسية او البنى التحتية للاقتصاد الوطني (الجسور، الطرق، السكك الحديدية، تطوير الموانئ، الطاقة الكهربائية...) ، واكمال المسوحات الجيولوجية للموارد والثروات الطبيعية عن طريق توظيف عنصر التمويل الحكومي الخارجي واقامة مشروعات تأخذ الصفة الدولية في حالة استكشاف ثروات كبيرة او ذات عائد وطني بالموارد والعملات الصعبة.

اذ ان توفير حاجات المشروعات الاستثمارية من الموارد البشرية المؤهلة حتى لا تضطر الى استيراد العمالة المهنية او الفنية المدربة من الخارج. وتوفير الهياكل المؤسسية والادارية اللازمة للاستثمار الحكومي واقامة مؤسسات متخصصة في مجالات الإدارة والتنمية المحلية تؤدي وظائف الدولة المركزية (اللامركزية الادارية والمالية).

ج- الاستثمار ودور التمويل في تحقيق اهداف بنية المشروعات والمنظمات الاقتصادية

يعد التمويل الاستثماري هو الدورة الدموية للوحدات الاقتصادية الجزئية أي للشركات والمؤسسات اذ يجب ان تضخ الاموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تتحقق الاهداف التشكيلية (التكنيكية) والاهداف الاستراتيجية (الاستثمارية)، وبالتحديد يجب ان تنتج الاموال اموالاً اضافية والا تأكلت بفعل عوامل الركود الاقتصادي او التضخم وعدم التشغيل الفعال لاقتصاد المشروع.

اذن يصبح التمويل عنصراً مهماً من عناصر الإدارة المالية وتتوقف عليه الوظائف والاعمال جميعها في مجالات الانتاج والتسويق والمبيعات والاسعار والأرباح وبالتالي فإنه لابد من بحث المستثمر عن مصادر التمويل الرئيسة وهنا يظهر دور السوق المالية (سوق رأس المال) و (سوق الأوراق المالية) اذ تمثل البورصة المرجعية المؤسسية بالنسبة للتمويل والاستثمارات الرأسمالية وتظهر اهميتها في ان الشركات التي ترغب في التمويل بالاسهم (الشركات المساهمة).

خامساً: المقومات القانونية والتشريعات في البورصة

يتطلب انشاء سوق تداول الأوراق المالية توافر بيئة تشريعية وقانونية ملائمة ويمكن تعريف هذه البيئة بالنسبة للاطار التشريعي لسوق الأوراق المالية بأنها: مجموعة التشريعات والقوانين والانظمة والتعليمات النافذة التي تضبط نشاط اصدار تداول الأوراق المالية ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الأوراق المالية (Securities Exchange Law) ولوائح التنفيذية او الداخلية وقانون الشركات وقانون مستشاري الاستثمار (I. D. A investment Devisor Act) فضلاً عن قوانين انظمة الاستثمار والضرائب المتعلقة (بالبورصة) وغيرها من القوانين الاخرى المتعلقة بالسوق المالية كقانون مدقي الحسابات والقوانين المرتبطة بنشاط المصارف والمؤسسات المالية كشركات التأمين او صناديق الضمان او صناديق الادخار والاستثمار وأخيراً اللوائح والنظم والتعليمات الخاصة بادارة نشاط السوق في حالة وجودها على ارضية الواقع. وترتبط مثل هذه القوانين بالبنية التشريعية التحتية اذ يتطلب الأمر إعادة ترميم او تكتيك منظومة القوانين السائدة كالقانون المدني والقانون التجاري من اجل ملائمة المسائل المتعلقة بحماية الملكية وانتقال حقوقها للغير في ضوء خصوصيات اقتصاد سوق "البورصة" كما يرتبط الاطار القانوني للسوق بطبيعة آليات وإجراءات النظام القضائي في حل مشكلة المنازعات او حماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في السوق من أساليب (الغش والخداع) او احتكار المضاربين (Speculators) وتلاعبهم بممارسات غير قانونية في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية واستغلال الثقة بأساليب غير اخلاقية تؤدي الى افتعال المخاطر على مستوى البورصة (احمد، مجلة الرياض الاقتصادي، ٢٠٠٢، ١٣).

وبوجه عام ترتبط درجة ملائمة البنية التشريعية وتحفيزها لإنشاء سوق الأوراق المالية وتطوره بعاملين: (احمد، المصدر نفسه، ٢٠٠٢، ١٤)

اولهما: مدى توافر الانسجام والاتساق بين مواد واحكام هذه القوانين فيما يتعلق بالجواني المختلفة لعمليات إصدار وتداول وانتقال واستثمار الأوراق المالية.

ثانيهما: عامل التوازن والتكامل بين الدور الرقابي والدور التنموي لهذه التشريعات انطلاقاً من ان هذه القوانين ينبغي ان تساعد على تنظيم السوق وتطوره بما يمكنه من تحقيق الفعالية وتعزيز الثقة والامان في التعامل مع البورصة.

ويبدو واضحاً ان الدول تسعى الى تنفيذ اصلاحات تشريعية واصدار عدد من القوانين التي تستهدف تحسين مناخ الاستثمار ويجاد قوانين خاصة بالسوق المالية المنظمة. علاوة على ذلك سيتم تطوير دور وفاعلية (المحاكم التجارية ومحاكم الاموال العامة) من اجل اسناد البنية التشريعية بالسلطة القضائية والدستورية للبلاد.

وعموماً نلاحظ ان المقومات القانونية لن تنحصر في القوانين السائدة او ما يعقبها من اصدار لقانون سوق الأوراق المالية فحسب، بل ربما يلزم هذا الامر بتنظيم هيئات استشارية متخصصة في بنية النظام التشريعي الذي سوف يرتبط حتماً بمواكبة التطورات وخدمة اقتصاد السوق.

اخيراً يجب الاشارة هنا الى ملاحظة في غاية الاهمية وهي ان المقومات القانونية المساندة للسوق المالية يتوجب ان تكون بشكل بنية تشريعية متناسقة ومتكاملة، إذ لا يكفي اصدار قانون سوق الأوراق المالية "البورصة" بل عدة قوانين وقرارات ولوائح نظامية متجددة بين الحين والآخر على وفق المتغيرات المحلية والاقليمية والدولية، أي بمعنى آخر ان خاصية هذا النوع من القوانين المرتبطة بالاقتصاد المالي للسوق عليها ان تراعي معيار التوحيد للقوانين المحلية مع القوانين الموجودة في البورصات العربية والعالمية من ناحية وكذلك بالنسبة للأنظمة واللوائح الخاصة بإدارة تداول اعمال البورصة من ناحية أخرى .

ولاشك في ان هذه هي ميزة البورصة في نظامها وابعادها الميكانيكية على الصعيد المحلي والاقليمي والدولي ولكونها على الدوام ذات طابع قومي وما فوق القومي. (احمد، المصدر نفسه، ٢٠٠٢، ١٥)

سادساً: التركيب الميكانيكي لأجهزة ادارة آلية الأسواق المالية

يشمل التركيب الميكانيكي تكوين الاجهزة المتخصصة في إدارة آلية سوق المال وتوظيف الموارد البشرية من التخصصات الدقيقة والرقابة المشددة على ادارة المال والاعمال مع استغلال إمكانيات البورصة في الداخل.

وبما ان ادارة اقتصاد أسواق البورصة تعتمد على الجهور التنظيمية وعلم ادارة التطوير بوسائل تقنية وهندسة النظم والمعلومات فإن هذه الآلية لا تخضع إطلاقاً للروتين او دواليب الهيكل التنظيمي وتعبئة (الخانات الوظيفية والمناصب بافراد غير مؤهلين في حقل الاختصاص)، لذا وجب القول بان التركيب الميكانيكي لابد من ان يعتمد على دراسة عميقة في توظيف الكوادر وتوصيف الوظائف والاعتماد على قواعد الاحتراف المهني والخبرات والتدريب الاستشاري في الداخل والخارج (الراشدي، ندوة مركز التطوير المالي، ٢٠٠١).

وبالرجوع الى المسألة المتعلقة بالاطار المؤسسي التنظيمي لسوق الأوراق المالية وتحديد الهيكل التنظيمي عن تركيب هيئة السوق المالية والبورصات المحلية ان هذا التصور (المقترح) يمكن توصيفه من النواحي الميكانيكية فضلاً عن بعض المهام التنظيمية وعلى النحو الآتي:

هيئة سوق الأوراق المالية

من المفيد ان تكون هذه الهيئة مستقلة في تكوينها وتحت إشراف جهة حكومية عليا كمجلس الوزراء شريطة ان يتوافر لها كيان اعتباري خاص من النواحي التنظيمية والرقابية والفنية أي ان دورها ليس لجنة عليا للسوق مهماتها (الاجتماعات الدورية) بل هي عبارة عن اطار توجيهي ورقابي في البنية الفوقية او المؤسسية وبالتالي يجب ان تتبعها عدد من الاجهزة المتخصصة او الدوائر الملحقة من اجل قيادة وتوجيه أسواق البورصات المحلية الناشئة.

ويمكن ان تشمل هذه الهيئة ما يأتي:

١- جهاز التوجيه الفني والاستشاري

يتولى هذا الجهاز مهاماً استشارية فنية واخرى متعلقة بالتطوير التنظيمي والاداري والتجديد المستمر لانشطة البورصة نحو الاهداف المرجوة. كما ان هذا الجهاز يكون على علاقة مباشرة بالمدراء التنفيذيين.

ب- جهاز البحوث والدراسات الاقتصادية

يتولى كافة المهام المتعلقة بالدراسات والابحاث الاقتصادية والمعلومات المالية والاحصائية ووضع الاسس التخطيطية والمعايير المنظمة لعمال البورصة ويرفع التقارير والاقتراحات الخاصة بتطوير اعمال وانشطة البورصة.

ج- جهاز الرقابة والتفتيش

تناط به متابعة تنفيذ اللوائح والنظم والتعليمات والتفتيش على الاعضاء (الشركات والوسطاء) للتحقق من مراكزهم المالية واعطاء المعلومات الدقيقة وإحالة المتلاعبين بالبورصة الى جهاز الشؤون القانونية لاتخاذ الاجراءات والمعالجات الضرورية.

د- جهاز الشؤون القانونية

هو جهاز مهم يملئ وظائفه خبراء في الشؤون القانونية والعلاقات المالية ولديهم معارف في العلوم الاقتصادية او ذوو اطلاعات واسعة بقضايا الاقتصاد والمال والاعمال والعلاقات الدولية. ويجب اختيار هذه الكفاءات بدقة صارمة، ويترتب على نشاط هذا الجهاز وضع القوانين والنظم الخاصة بالسوق المالية. ويمكن ان يتفرع عن هذا الجهاز ذاته لجان للتحكيم ومجلس التأديب ولجنة التحقيقات. وتتراوح صلاحياته بين التنبيه والانذار الى التغريم المالي واحالة الى القضاء في حالات تستدعي النظر بها من قبل المحاكم المدنية او التجارية ومحاكم الاموال.

والخلاصة ان هيئة سوق الأوراق المالية هي عبارة عن اطار توجيهي ورقابي وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال اداري ومالي خاص له صفة (الهيئات الحكومية الاخرى) (الجابري، مصدر سابق، ١٩٩٥، ٦٩).

مجلس البورصة والاطر النظامية في ادارة مقصورة السوق

يتم تحديد الاسلوب الميكانيكي لادارة البورصات المحلية على أسس تكنو- نظامية داخلية توضح تركيب مقصورة البورصة على النحو الآتي:

١. **مجلس ادارة البورصة:** هو مركز القيادة الادارية للبورصة والاشراف بعيداً عن الروتين الاداري في صناعة القرارات الداخلية على مستوى مقصورة السوق. ويتكون المجلس من اعضاء ينتمون الى الدوائر الاشرافية واعضاء آخرون من جهات متعددة منها المصارف وممثل عن شركات الوساطة المالية والشركات المساهمة ومركز الايداع والتسوية ومركز الافصاح المالي ومكتب المحاسبة والتدقيق، هؤلاء الاعضاء جميعهم يتم اختيارهم وتجديد عضويتهم بصورة دورية كل ثلاث سنوات على وفق لائحة خاصة تحدد اسلوب الترشيح والاختيار وتوصيف المهام المناطة بهم في البيئة التنظيمية الدوائر الاشرافية.

ب. **مكتب المدير التنفيذي:** عبارة عن مكتب يتولى مسؤولية تعيين الموظفين العاملين في البورصة وتلبية المتطلبات الادارية والمالية ونفقات الموازنة التي تحتاجها الدوائر المختصة من اجل القيام بمهامها وواجباتها المطلوبة.

ج. **مدراء الدوائر والمراكز المتخصصة:** وتشمل

١. مدير دائرة العمليات والتداول، ويشرف على مهام تطبيق الانظمة الخاصة بالتداول والمقاصة والتسوية ومتابعة حركة التعامل ورصد اتجاهات الاسعار ومؤشرات الافتتاح والاقفال وحجم عمليات تبادل الأوراق المالية وما شابه ذلك في مسرح عمليات البورصة.

٢. مدير دائرة التحليلات والمعلومات، ويقوم بالامور المتعلقة جميعها بالابحاث والدراسات وتحليل المعلومات وتقديم التقارير والمقترحات الخاصة بتطوير اعمال البورصة.

د. **دائرة شؤون الوسطاء ودائرة شؤون الشركات:** عبارة عن دوائر متخصصة بمتابعة اوضاع تسجيل الشركات ومراقبة مراكزها المالية وكذا الوسطاء وامورهم المهنية.

هـ. **المكتب الفني والاستشارات التقنية:** هو الجهة المتخصصة بادارة الامور الفنية والتجهيزات بالوسائل الكومبيوترية والحاسبات واصلاحات الخلل الفني للاجهزة والمعدات (المرعي، مجلة العلوم المالية والمصرفية، ١٩٩٨، ١٩).

سابعاً: المكونات المؤسسية للسوق المالية

بما ان السوق المالية المنظمة تتكون من ثلاث أسواق رئيسية هي: سوق رؤوس الاموال والسوق النقدية وسوق تداول الأوراق المالية (البورصة) فإنه يجب علينا ان ندرك بان تحديد العلاقة المتبادلة بين افرع هذه السوق تتطلب تحليل علمي عميق يفضي الى الكشف عن درجة التفاعل التنظيمي الذي تحركه الاجهزة الوسيطة ما بين تلك الاوليات المؤسسية المتكاملة في إطار هذه السوق، فاذا نظرنا من منظور الاقتصاد الكلي (macro-Economic) الى آلية السوق النقدية في الوقت الراهن فهي تشمل خدمات المصارف بكافة انواعها التجارية والمتخصصة ودور البنك المركزي في ادارة السياسات النقدية عبر ادوات تقنية (كمية ونوعية) سواء في الرقابة المباشرة او غير المباشرة على حركة عرض الاموال والنقود والحفاظ على العملة وتنشيط سوق العملات الاجنبية، اما بالنسبة لآلية سوق رؤوس الاموال فان هذه الآلية لا تزال تعاني من الوهن او الضعف في دور الشركات المساهمة المحلية وسيطرة القطاع الخاص العائلي على معظم المشروعات الصغيرة غير القابلة للتوسع عن طريق رأس المال المساهم فضلاً عن الهيئات والمشروعات الاقتصادية الحكومية والتي لا تزال بحاجة الى اعادة هندسة برامج الخصخصة فيها على أسس ملائمة للتوجه السليم نحو اقتصاد السوق، واخيراً عن آلية سوق تداول الأوراق المالية أي البورصة المرتقبة فانها لا يمكن ان تؤثر في الواقع من خلال مكوناتها المؤسسية الحديث الا عبر تفعيل دور اجهزة الوساطة المالية .

ومن هنا فان الامر يتطلب في اطار المقومات الاساسية للسوق إنشاء شركات متخصصة للأوراق المالية ومتلازمة مع مراحل البناء المؤسسي للبورصة، واذا فرضنا ايضاً ان مثل هذه الشركات يجرب تأسيسها على قدم المساواة مع بناء تنظيم آلية سوق البورصة فإنه لا يجب الاعتبار بان هذه الشركات سوف تكون مستقلة عن آلية السوق ذاتها بل هي أساساً جزء من المكون المؤسسي الشامل لقيام ونجاح البورصة في الوقت ذاته، وعلى هذا النحو فان التفاعل بين البورصة وأسواق المال الاخرى سوف تبدأ نقطة انطلاقها تماماً من ذلك الدور الذي ستضطلع به اجهزة الوساطة كجسر يربط كافة آليات السوق المالية المنظمة بعضها البعض، وبالمقابل ايضاً علينا ان نلاحظ مسألة مهمة وهي ان التشابك الميكانيكي في البيئة التنظيمية للسوق المالية المنظمة وبتراكيبها المختلفة عادة ما يفرض على البورصة ان تستفيد من فرص توظيف تراكم رؤوس الاموال والاستثمارات الخاصة عبر اجهزة

الوساطة المالية لكونها هي اجهزة ومؤسسات الاصدار القائمة بدور (الوكلاء) او من ينوب عن الشركات المساهمة وذلك بخلق الاصدارات الجديدة من أسهم او سندات وتسهيل عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في اطار التداول بالبورصة، وهذا ما نكشف عنه بأساليب الهندسة المالية. (www.engineering finance.com)

ثامناً: البورصات والاستثمار الاجنبي

تشكل أسواق الأوراق المالية إحدى أهم القنوات لجذب التدفقات الاستثمارية الأجنبية إلى الاقتصاديات الوطنية وذلك في صورة استثمارات الحافظة، ويمكن تصنيف هذه التدفقات على وفق مصادرها واتجاهاتها في الأسواق المحلية والأغراض التي تستهدفها، فبالنسبة لمصادرها، يمكن التمييز بين تدفقات مصادرها إصدارات الأوراق المالية في الأسواق الدولية وبين تدفقات في شكل استثمارات مباشرة في البورصات المحلية (فردية أو مؤسسية)، وبالنسبة لاتجاهاتها في الأسواق المحلية، يمكن التمييز بين تدفقات ذات طبيعة استثمارية تعكسها توجهات استثمارية طويلة الأجل، وبين تدفقات ذات طبيعة مضاربة تعكسها توجهات استثمارية قصيرة الأجل.

وعلى وفق التقرير الاقتصادي العربي الموحد للعام ١٩٩٩، فإن الآثار الإيجابية لهذه التدفقات ترتبط نسبياً بالجزء الأول من كل تصنيف من التصنيفات السابقة، فيما ترتبط السلبية نسبياً في الجزء الثاني من هذه التصنيفات. ويرتبط جذب التدفقات الأجنبية من استثمارات الحافظة بتوفر التشريعات والأحكام المشجعة للاستثمار الأجنبي سواء تلك المتعلقة بتملك وتداول الأوراق المالية أو تلك المرتبطة بإدخال وإخراج رؤوس الأموال. كما يرتبط بتوفر العرض والعمق والسيولة الكافية في البورصات، وبمدى تواجد الخدمات الوساطية والاستشارية المتطورة، وكذلك بتطور التحليل المالي وتواجده والتقييم الائتماني. كما تلعب المعاملة الضريبية دوراً في هذا الشأن، ومن جانب آخر، فإن تعظيم الجوانب الإيجابية لهذه التدفقات والتقليل من آثارها السلبية يتطلب توفر البيئة الاقتصادية السليمة التي تستند إلى سياسات اقتصادية كلية ناجحة ومرنة، مع تواجد الآليات المرنة والفعالة للرقابة على الأسواق والمؤسسات المالية، وبشكل خاص في مجال الشفافية في البيانات والحد من الأنشطة غير المجدية، وذلك في ظل أطر تشريعية ومؤسسية تحفز

التدفقات الاستثمارية وتشجعها ذات الصبغة الاستقرارية وتحد من التدفقات ذات الصبغة المضاربة.

ويرصد التقرير التطورات التي شهدت البورصات العربية في هذا المجال، إذ شهدت توجهاً ملحوظاً نحو تخفيف القيود على الاستثمار الاجنبي، فضلاً عن غياب أي قيود على الاستثمار الاجنبي في كل من بورصة البحرين والبورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء، تم في الاردن خلال عام ١٩٩٧ رفع الحد الاعلى لملكية الاجانب من الاسهم المحلية من ٥٠٪ الى ١٠٠٪، فيما تم في لبنان خلال اكتوبر ١٩٩٧ إزالة آخر القيود عن الاستثمار الاجنبي وذلك بعد ان صوتت الجمعية العامة لشركة سوليدير بالسماح للاجانب بتملك اسهمها التي كانت حكراً على المواطنين والعرب فقط. اما في تونس فقد تم رفع الحد الاعلى للملكية للاجانب من ١٠٪ الى ٤٩٪. وفي خطوة نحو الانفتاح تم في السعودية السماح للاجانب بالاستثمار بالاسهم السعودية لأول مرة عبر صندوق (سيف) للبنك السعودي الاميركي، كذلك الامر في الامارات، اذ تم السماح بتأسيس صناديق استثمار يسمح للاجانب المشاركة فيها ضمن نسب محددة، وفي عمان تم الزام كل الشركات حديثة الادراج بالسماح للاجانب بتملك اسهمها، علماً بان نسبة التملك المسموح بها تصل الى ٤٩٪ والى ١٠٠٪ لبعض الشركات، ومن هذه التطورات ايضاً تنامي عدد اتفاقيات الادراج المشترك واتفاقيات التعاون فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية، وبين تلك الأسواق والبورصات العالمية، فقد شملت اتفاقيات الادراج المشترك أسواق كل من الاردن والبحرين وعمان ومصر. ويساعد الادراج المشترك على زيادة التداول والاستثمار البيئي بالأوراق المالية بين الأسواق الموقعة.

الا انه وعلى الرغم من التطورات لاجابية الملموسة التي طرأت على أسواق الأوراق المالية العربية والبيئة التي تعمل من خلالها، سواء في النواحي المتعلقة بالشق الاول او بالشق الثاني المذكور اعلاه، الا انها لم تجذب الا جزءاً يسيراً وان كان متنامياً من تدفقات استثمارات الحافظة فقد بلغ اجمال اصدارات الشركات والمؤسسات العربية من الاسهم والسندات في الأسواق الدولية، منذ ان بدأت هذه الاصدارات في اكتوبر ١٩٩٥ حتى نهاية عام ١٩٩٨، نحو اربعة مليارات دولار، موزعة على ٣٠ اصدار جميعها من الاحجام الصغيرة. اما اجمالي الاستثمارات الاجنبية في البورصات العربية فقد تجاوز ملياري دولار بقليل خلال عام ١٩٩٨، الأمر الذي يشير الى ضآلة هذه التدفقات مقارنة بمثيلاتها في بقية الأسواق المالية

الناشئة، وهو الأمر الذي يرتبط بمجموعة من العوامل او العوائق التي تعاني منها هذه الأسواق، ومن هذه العوامل الضيق النسبي لهذه الأسواق. وقلة المعرفة بها، وغياب مؤسسات الوساطة الضخمة، والضعف النسبي في مستويات المحاسبة وتدقيق المعلومات ودقة الافصاح، والمعاملة غير المتساوية للمستثمرين والنقص النسبي في التشريعات، والبنى التحتية وبشكل خاص في مجالات الثقة والحماية للمستثمر والتسوية والمقاصة (التقرير المالي للاستثمار العربي، ٢٠٠٢).

تاسعاً: أثر التحليل المالي في تقييم الأسواق المالية

في مجالات التحليل المالي وتحليل الاستثمار، يمكن تقسيم اسهم الشركات الى نوعين: اسهم نمو واسهم قيمة، وذلك اعتماداً على مؤشرات مالية كالقيمة السوقية والدفترية وربحية السهم وثقل الشركة مقارنة بالشركات الاخرى. ولهذا فان أية معلومات او بيانات غير دقيقة او غير صحيحة خاصة فيما يتعلق بالأرباح والتي بدورها تعتمد اعتماداً كلياً على اساليب المعالجات المحاسبية للمصروفات، سيؤدي بالتأكيد الى تضارب في التصفيات، فعندما يعتمد المحلل المالي ان هناك ممارسات محاسبية غير مقبولة، فانه بدوره سيقوم باجراء التعديلات اللازمة التي من شأنها إظهار حقيقة الاداء الفعلي للشركة وبالتالي الأرباح ومعدلات النمو الحقيقية وهذا ينطبق على حالة بعض الشركات واثار العامل المحاسبي الاساسي الذي أدى الى اظهار من دون المستويات الفعلية ولكن بعد معرفة الارقام الفعلية للأرباح تم اجراء التعديلات اللازمة لتصحيح اخطاء فريق المحاسب القانوني في معالجة المصروفات، وتبقى ضرورة تحليل المجموعة الشاملة للعوامل الاخرى والتي يمكن ان تكون قد أدت الى عدم نمو الأرباح بالمعدلات المؤملة. فالمستثمر دائماً ما يطمح ان تكون هناك معدلات نمو في أرباح الشركة وأرباحها الموزعة مما من شأنه ان يساهم في دعم قيمة السهم السوقية حتى يتحقق الربح الرأسمالي فضلاً عن الدخل الناتج من عملية توزيع الأرباح، وإذا كانت ادارة الشركة غير مسؤولة عن المجموعة الجزئية لتلك المسببات والمتمثلة في مشاكل المعالجات المحاسبية والتي تحملها فريق المحاسب القانوني، فانه لا تزال هناك مسببات داخلية والتي تبقى دائماً مسؤولية الإدارة العليا، وتأتي قضية عدم القدرة على ترشيد الإنفاق على رأس قائمة الاصلاحات التي ينبغي ان تعطي الاولوية متى ما كان هناك نوايا صادقة لحفظ حقوق المساهمين ، بل انه يمكن عد التكاليف المرتفعة نسبياً العامل

الاساسي الذي أدى وبصورة ملحوظة الى قلق المستثمرين الجدد حول إمكانية تحقيق وتوزيع الارباح في المستقبل ، هذا من شأنه ان يظهر المعدلات الحقيقية لنمو الأرباح في السنوات الماضية وكذلك الأعوام القادمة.

وبالرجوع مرة أخرى الى عامل القلق الأساسي والذي يتمحور حول عدم قدرة الشركات على احتواء التكاليف غير المسوغة كمصروفات الاستشارات والدراسات والتي بلغت مبالغ كبيرة لم يتم الإفصاح عن تفاصيل تلك المبالغ ، نلاحظ انه لو دققنا في القوائم المالية للسنوات المالية الاخيرة لوجدنا ان هناك عنصراً غامضاً يدور حول معدلات نمو متزايدة في بعض بنود المصروفات من دون ان يلازمها تفسيرات توضيحية. ويكفي ان نذكر في هذا السياق ان من الاساسيات التي يقوم عليها امكانية نجاح الشركات المساهمة في الاقتصاديات الأخرى، الإفصاح بشكل آّن عن تعاقدات الشركة مع الجهات الأخرى في جانبي المصروفات والايادات حتى لمست ثمار العمل المحاسبي الحالي والمستقبلي على بيئة بانشطة الشركة التي يستثمر امواله فيها، كما ان تفاعل كل من العاملين السابقين قد أدى أيضاً الى ازدواجية في التأثير السلبي على القوائم المالية للشركة وبالتالي ربحيتها المعلنة، فبند الاستشارات والدراسات الذي تستمر الشركة في الانفاق عليه بمعدلات غير طبيعية نسبة للنتائج الملموسة، يفترض ان لا يطغى مصروفاته على سنة واحدة، فالشركة في بداية حياتها تكون بحاجة الى توصيات خاصة عن كيفية التأقلم مع انظمة العمل الخاص بعد الانتقال من كونها مؤسسة عامة، ولهذا فمثل تلك المصروفات لا يفترض ان تتكرر في المستقبل على هذا النحو المبالغ فيه من الناحية المالية، والأولى في هذه الحالة ان يتم إطفائها على عدد من السنوات حتى لا تتأثر ربحية السنوات الحالية، العامل الآخر والمؤثر في ربحية الشركات في بعض الدول العربي يدور حول استمرار الدولة في تحصيل رسوم تقديم خدمات الاتصال ، فهذه الرسوم لا تزال تستهلك ما يقارب ٥٠٪ من صافي ارباح الشركات، وأخيراً هناك نقطة غاية في الاهمية وهي إمكانية توزيع ارباح الفترة المالية المنتهية، فينبغي التنويه ان هذا الإجراء يخص ارباح تلك الفترة وليس له علاقة بالارباح المبقاة، فانه يفترض ان لا يؤدي الى أي سوء فهم بين شريحة المستثمرين الجدد، وإذا تمت هذه العملية بالفعل فإنه يتوقع ان يتم مقايضة جزء منها في سبيل سداد بعض الذمم المدينة الخاصة بالشركة وبالتالي فلن يكون لها تأثيرات جوهرية على سيولة الشركة (جابر، مجلة العلوم المالية والمصرفية، ٢٠٠٠).

عاشراً: دور الاسواق المالية العربية في زيادة ثروات المستثمرين

استطاعت الاسواق المالية العربية من زيادة ثروات المستثمرين فيها بمقدار ٢٢ مليار دولار خلال الفترة الممتدة من اغسطس ٢٠٠١ الى نهاية اغسطس ٢٠٠٢، ان انخفاض اسواق المال العربية خلال الاشهر القليلة الماضية جاء بسبب ضغوط المواقف السياسية وليست نتيجة تغييرات في الاتجاهات الاقتصادية، اذ لا تزال اقتصاديات الدول العربية تتمتع بالقوة المطلوبة لدعم الاسواق، وعلى الرغم من استمرار الاسواق العالمية بالضعف العام خلال ١٢-٢٤ شهراً المقبلة، مقابل الضعف الاقتصادي العالمي والذي سيدفع الحكومات الى محاولة اسناده من جعبة الميزانية، والذي يظهر هذا الاتجاه بجلاء في الولايات المتحدة والتي تحول فيها فائض الميزانية الى عجز، وكذلك تمديد قرار الموازنة للاتحاد الاوربي لمدة تتحدث هنا ليس على اقتصاديات اوربا الصغيرة، وانما عن المحركات الاساسية للاقتصاد الاوربي والتمثلة بالاقتصاد الالمانى، الفرنسى، والايطالى فضلاً عن وضع اليابان ليس الافضل، ومع وصول اسعار الفائدة الى ادنى مستوياتها وارتفاع معدلات التذبذب الى حدود مرتفعة، فان الاسواق المالية العربية اصبحت مقلقة بالنسبة لكثير من المستثمرين ، وهذا ما دفع المستثمرين العرب الى محاولة ايجاد فرص استثمارية في المنطقة على المدى القصير فالمستثمرين العرب يدركون افضل من غيرهم المخاطر المختصة باسواق المنطقة ويفهمونها بشكل افضل، ومن اهم العوامل التي شجعت المستثمرين المحليين بدخول اسواق المنطقة هي كونها لا تزال تتمتع بمعدلات استثمارية ومضاعفات سهمية منخفضة فضلاً عن عوائد جيدة واسواق سندات اثبتت متانتها واداءها الثابت والمنخفضة التذبذب والمخاطر ، اما على المتوسط ، فالانخفاض المتوقع لاسعار النفط بسبب الركود العالمي سينعكس سلبياً على معدلات نمو الناتج المحلي في المنطقة وسيعتمد درجة تأثير هذه المتغيرات الاقتصادية على دور الحكومات العربية وخطواتها المستقبلية لفتح الاسواق المحلية ووضع معايير تشريعية ذات مستويات دولية ، لقد شهدت المنطقة مؤخراً بعض التحسن في هذا الاتجاه والذي نتوقع ان يستمر خاصة بعد استيعاب الدروس التي عصفت بالاسواق في السابق. من المتوقع ان تؤدي هذه الخطوات الى امتصاص تأثير انخفاض اسعار النفط المتوقعة بدعم من القطاع الخاص والقطاعات غير النفطية، اما على المدى الطويل، يتوقع ان تتوافر امام المستثمرين ادوات مالية جديدة ستساهم في زيادة خياراتهم وتنويع استثماراتهم وبالتالي تقليل المخاطر ورفع معدلات الارباح (www.economy dubay.com).

عليه فان الاستفادة من ازمة الاسواق المالية في الدول الاسيوية قبل اربع سنوات وفي عدد من دول اميركا اللاتينية لعام ٢٠٠٠ من اهتمام المستثمرين الدوليين بالمنطقة العربية اذا ارتفعت قيمة تدفقات رؤوس الاموال الخاصة الى منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا حسب تصنيف البنك الدولي التي تضم غالبية الدول العربية من ٦,٤ مليار دولار عام ١٩٩٦ الى حوالي ١٤,١ مليار دولار عام ١٩٩٧ ثم الى ١٩ مليار دولار لعام ٢٠٠٠ مما يرشح المنطقة لتشكيل أحد البدائل المحتملة لاستقطاب الاستثمارات التي خرجت من الدول المأزومة أو التي كانت مفترضة أن تتوجه اليها بعد ان بات واضحاً ان هذه الاستثمارات ستستمر بالدوران فيما بين الاسواق الناشئة سعيًا وراء العوائد المرتفعة التي يمكن تحقيقها خاصة في اسواق الاسهم ان تكون الاصول عموماً مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، ويكون اتجاه الاسعار تصاعدياً بمعدلات عالية وخلال فترات قصيرة نسبياً بعكس اسواق الاسهم في الدول الصناعية ان تكون الاسعار مستقرة وتميل الى التذبذب بمعدلات بسيطة.

وقد لاحظت دراسة للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار ان الاستثمارات الاجنبية في الاسواق الناشئة وتحديدًا الاستثمارات المحفظة تمتاز بالتقلب وعدم الثبات فتتحرك بسرعة دخولاً أو خروجاً من بلد معين وباحجام كبيرة، مما يترك آثاراً سلبية في كلتا الحالتين يجب التنبيه مبكراً ، واذا كان انخفاض الاموال الخاصة الى الدول الاسيوية الخمس التي تركزت فيها الازمة بنسبة ٨٧,١٪ عام ١٩٩٧ مقارنة لعام ١٩٩٦ من ٩٣ مليار دولار الى ١٢ مليار دولار دليلاً على التقلب الكبير في اتجاهات التدفقات الاجنبية الخاصة، فانه يشكل بالوقت نفسه دليلاً على تنامي معرفة وخبرة المستثمرين الدوليين باسواق الدول النامية واجراء تقويم دقيق للتطورات الجارية فيها مما يسمح بحصر نتائج الازمات التي تتعرض لها دولة ما او مجموعة دول ضمن الحدود الجغرافية لهذه الدول وضمن الحدود القطاعية اللازمة بدلاً من عدّ الاسواق الناشئة وحدة متجانسة والتعامل مع التطورات فيها برد فعل موحد كما حدث مثلاً خلال ازمة المكسيك حين شهدت دول اميركا اللاتينية جميعها موجة هروب واسعة لرؤوس الاموال وترافق ذلك مع انخفاض التدفقات المالية الخاصة الى كافة الدول النامية (www.economy dubay.com).

وتتضح هذه الحقيقة من القراءة المتأنة للأرقام المتعلقة بحجم واتجاهات تدفقات رؤس الأموال إلى الأسواق الناشئة خلال عام ١٩٩٩ كما رصدتها مؤسسة التمويل الدولية إذ لا تكفي ملاحظة انخفاضها إلى حوالي ١٩٩.٦ مليار دولار مقابل حوالي ٢٩٥.٢ مليار دولار عام ١٩٩٨ للدلالة على عمق تأثير الأزمة في بعض الأسواق الناشئة بل يفترض ملاحظة ارتفاع قيمة التدفقات إلى العديد من الدول النامية بما فيها الدول الآسيوية التي لم تطلها ذيول الأزمة والتي زادت حصتها بحوالي ١٠ مليارات دولار كما زادت قيمة التدفقات إلى دول أمريكا اللاتينية ومجموعة دول أوروبا الشرقية والاتحاد السوفيتي السابق على الرغم من انخفاضها لاحقاً عام ١٩٩٩ وعام ٢٠٠٠ بسبب بعض الأزمات المالية أيضاً التي شهدتها البرازيل والأرجنتين. أما انخفاض القيمة الإجمالية للتدفقات إلى الأسواق الناشئة فيعود إلى ضخامة نصيب الدول الآسيوية الخمس التي تركزت فيها الأزمة من هذه التدفقات والذي يصل إلى نحو ٣١٪.

ويتضح مما سبق أن الفرصة مواتية للدول العربية للحصول على نصيب أكبر من التدفقات المالية الخاصة لاسيما إذا تم التركيز على تعميق عوامل القوة والتوازن في اقتصادياتها بما يؤكد تمايزها عن الدول ذات الاقتصاديات غير المتوازنة وكذلك التركيز على ترسيخ سياسات الإصلاح والتحرير الاقتصادي وتفعيل دور القطاع الخاص، سيما وأن غالبية الدول العربية أصبحت تمتلك رصيذاً جيداً في هذا المجال يتمثل في تحقيق معدلات نمو مرتفعة تتجاوز ٤٪ سنوياً وانخفاض معدل التضخم إلى ما دون ١٠٪ وكذلك عجز الموازنات العامة إلى أقل من ١,٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي. (www.economy dubay.com)

الخلاصة

يمكن لسوق تداول الأوراق المالية اثناء المراحل التأسيسية للسوق ان تفتح الإمكانات ليس أمام شركات الأوراق المالية او شركات التمويل والاستثمار المالي في ممارسة مهنة إصدار الأسهم والسندات بل يحق أيضاً للبنوك التجارية ان تقوم أيضاً بإصدار أسهم جديدة في حالة توسع حقوق الملكية للرأس المال المصرفي وإدارة محفظة الأوراق المالية للمستثمرين وكذلك مؤسسات الادخار أو بنوك الادخار بهدف الاستثمار في الأوراق المالية لأغراض محفظة الاستثمار، فضلاً عن شركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي والبنك المركزي والمصارف الاسلامية التي تتعامل بمنتجات مالية خاصة مثل سندات الدخل والشراكة والاستثمار حول مستقبل العلاقة ما بين المؤسسات المالية وشركات الوساطة المالية إذ إن تحقق البورصة في الدول النامية نمواً وتنوعاً كبير في تشكيلة السوبر ماركت المالي (Market Financial Super) من المنتجات والادوات المالية المختلفة.

وهكذا نصل في نهاية البحث الى البرهنة النظرية عن مقومات تنشئة سوق الاوراق المالية بانها مقومات توفر القاعدة الموضوعية التي تهئئ المناخ والارضية الملائمة لقيام مثل هذه السوق ، فالبورصة يمكن ان تنشأ في أية بلد كتجربة حديثة ولكنها لن تكون تجربة على نمط تقليدي مبتدئ في النشوء كحال (البورصات) التي بدأت في المنطقة العربية منذ عقود زمنية ماضية "بالنموذج التقليدي" بل من حيثما ينطلق الزمن الحاضر في بناء وتشبيد البورصات العالمية الحديثة وكذلك الاستفادة من ما توصلت إليه تجارب البورصات العربية "بالنموذج المعاصر" من استخدام احدث منجزات العصر والتقدم التكنيكي التكنولوجي الحديث وعلى اساس هذه المقومات وتطورها في المراحل المبكرة للتنمية والاصلاحات الاقتصادية والهيكلية للاقتصاد الكلي والى استشراف الرؤية العلمية حول امكانية تصميم وادارة آلية هذه السوق من النواحي التطبيقية المؤسسية والفنية.

كما يمكن القول ان العمل الدؤوب في مجال برامج الخصخصة وفتح مجالات جديدة امام القطاع الخاص لاسيما في قطاع البنية التحتية وانشاء وتطوير الاسواق المالية سوف يسهم في زيادة جاذبية الاسواق العربية ومواصلة العمل بجد نحو تكامل اقتصادياتها واسواقها مما يضيف عمقاً أكبر وهو عامل مهم بالنسبة للاستثمارات الاجنبية.

اخيراً يجب ان يركز صانعو القرار على ثلاثة اشياء يمكن من خلالها توليد مردودو مباشر هي:

اولاً: الاهتمام بقطاع البنية الاساسية... فخلال العشرين عاماً الماضية حدثت طفرات في كبيرة في تحديث البنية الاساسية ولكن يمكن الوصول الى درجة اكبر من التقدم في هذا المجال ، يجب استمرار جهود الخصخصة وعلى الحكومات بذل اقصى الجهد لازالة المعوقات البيروقراطية والقواعد المقيدة لاستثمار في مشروعات البنية الاساسية.

ثانياً: توفير الضمانات من قبل طرف ثالث... فكثير من الشركات المتعددة الجنسية تشعر بالقلق من دخول اسواق الدول النامية بسبب عدم قدرتها على تنفيذ احكام العقود المبرمة مع الشركاء المحليين، وللتخفيف من حدة تلك المشكلة يجب ان تقوم حكومات الاسواق الصاعدة بتشجيع مؤسسات دولية لتلعب دور الطرف الثالث الضامن لتنفيذ العقد والمشاركة في عقود المشروعات الكبيرة ومن امثلة تلك المؤسسات البنك الدولي وشركات التأمين الدولية وبنوك التصدير والاستيراد.

ثالثاً: تلك العناصر إصلاح العملة... فقد استخدمت الدول النامية سياسات متعددة في محاولة منها للاحتفاظ بقيمة عملاتها المحلية مقابل الدولار الامريكي، وقد فشلت تلك السياسات جميعها وباستثناء عدد قليل جداً من الاسواق الصاعدة الكبرى، يجب ان ننظر معظم الدول بعين الاعتبار الى الغاء عملتها المحلية لصالح الدولار الامريكي او اليورو او الين الياباني، فمثل تلك الخطوة من شأنها إلغاء عنصر المخاطرة والخوف من انخفاض قيمة العملة لدى المستثمر الاجنبي.

اما على المدى القصير، فيجب ان يوجه صانعو القرار اهتمامهم الى حل ثلاث مشاكل هيكلية:

اولها: مشكلة الفساد... فارتفاع مستوى افساد على المستوى الرسمي في دول العالم النامي من العناصر الاساسية في إعاقة الشركات متعددة الجنسية والبنوك الاجنبية والمستثمرين الذين يرغبون في استثمار اموالهم في سوق الاوراق المالية . لقد استقرت مشكلة الفساد عبر سنوات طويلة ولذلك يحتاج صانعو القرار في الدول النامية الى بعض الوقت للتخلص منها.

وثانيها: تلك المشاكل مشكلة الاحتكارات.. إذ يجد انتشار الاحتكارات في الدول النامية من المنافسة والابتكار، وعلى الحكومات المحلية العمل على تحجيم القوة الاقتصادية لتلك الاحتكارات.

وثالثها: مشكلة التعليم... فكلما حصلت القوة البشرية العاملة على فرص افضل للتعليم، كلما زادت فرصة اجتذاب المزيد من الاستثمار الاجنبي.

المصادر

١. اتحاد المصارف العربية، الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، العدد ٤، بيروت، لبنان، ١٩٩٨.
٢. احمد، ارسلان محمد، الاتجاهات الحديثة في الاسواق المالية، كلية الاقتصاد والادارة، جامعة عدن، ٢٠٠١.
٣. احمد قاسم رياض، مجلة الرياض الاقتصادي، ٢٠٠٢.
٤. التقرير المالي للاستثمار العربي، ٢٠٠٢.
٥. الجابري، احمد محمود، الرياض الاقتصادي، ١٩٩٥.
٦. الراشدي، عزمي، دورة في مركز التدريب الاعلامي، منعقدة يوم الاربعاء ١٠ شعبان/ ١٤٢٣ هـ، الموافق ١٦ أكتوبر/ ٢٠٠٢ الخاصة بدور الاسواق المالية العربية.
٧. الليثي، فواز، مقدمة في الاسواق المالية، مجلة العلوم المالية والمصرفية، العدد ١، ١٩٩٨.
٨. جابر، يحيى، مجلة العلوم المالية والمصرفية، العدد ٢، ٢٠٠٠.
٩. ماجد حسن، المرعي، مجلة العلوم المالية والمصرفية، العدد ٢، ١٩٩٨.
10. www.journal of political economy.com.the valuation of option contracts & test of market efficiency.
11. www.Alriadh-np.com.Sax: Austraction stock exchange.
12. www.engineering Finance.com.stock price volatility.
13. www.economyDubay.com.The effect of market indexes.
14. www.economy Dubay.com. Stocks markets.
15. www.economy Dubay.com. Futures & option markets.